

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/327495790>

Herziening Britse Corporate Governance Code: stof tot nadenken

Article · May 2018

CITATIONS

0

READS

30

2 authors, including:



[Titiaan Keijzer](#)

Erasmus University Rotterdam

31 PUBLICATIONS 2 CITATIONS

SEE PROFILE

Herziening Britse Corporate Governance Code: stof tot nadenken

Ondernemingsrecht 2018/56

De UK Governance Code maakt onderdeel uit van de Listing Rules die gelden voor in het Verenigd Koninkrijk genoteerde kapitaalvennootschappen uit het Premium segment. Op 5 december 2017 is de *Financial Reporting Council* een consultatieronde gestart om deze Code, die voor het laatst in 2016 is herzien, te actualiseren. Voorafgaand aan de formele consultatieprocedure van het Herzieningsvoorstel is een groot aantal rapporten verschenen die allen in meerdere of mindere mate hun weerslag hebben gevonden in de gedane voorstellen. Belangrijk is dat wordt voorgesteld de structuur van de UK Governance Code aanzienlijk te wijzigen; het Herzieningsvoorstel wordt dan ook nadrukkelijk gepresenteerd als *sharper en shorter*. Interessant is dat het Herzieningsvoorstel op allerlei manieren diversiteit probeert te vergroten. Zo wordt met name aandacht gevraagd voor etniciteit en dient de Nomination Committee haar blik tevens te richten op de lagen onder het statutaire bestuur en (indien aanwezig) de Executive Committee. Ook de *executive search community* heeft zich expliciet verbonden om diversiteit in *boards* van ondernemingen te vergroten door het opstellen van een vrijwillige code. Voorts introduceert het Herzieningsvoorstel een hard criterium ten aanzien van de onafhankelijkheid van een non-executive director: deze wordt geacht niet langer onafhankelijk te zijn als hij/zij langer dan negen jaar in functie is. Wat betreft de verhouding tot de algemene vergadering is nieuw opgenomen dat wanneer 20% van de uitgebrachte stemmen tegen is, de vennootschap bij bekendmaking van de uitslag dient aan te kondigen op welke wijze met de tegenstemmers in overleg wordt getreden. Dat is om verschillende redenen opvallend, onder andere omdat aldus enigszins afstand wordt genomen van besluitvorming bij meerderheid. Tot slot introduceert het Herzieningsvoorstel een verplichting voor de board om een methode vast te stellen om de *views of the workforce* (in algemene zin) te verzamelen. Het biedt daartoe drie keuzemogelijkheden. Deze vanuit Engels perspectief opvallende stap vloeit voort uit ontwikkelingen in de Engelse politiek. Het zal interessant zijn om te zien of en zo ja, wat met dit voorstel in de aangepaste UK Gover-

nance Code wordt gedaan. Aangekondigd is dat later in 2018 de Stewardshipcode eveneens zal worden herzien. De huidige ervaringen zijn wisselend, en uit de consultatievragen kan worden opgemaakt dat momenteel een duidelijke visie ontbreekt over wat de functie van de Stewardshipcode zou moeten zijn. De FRC is nu aan zet om de UK Governance Code 2018 en UK Stewardship Code definitief vorm te geven.

1. Inleiding

“Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.”

Dit is de klassiek geworden definitie zoals opgenomen in de Corporate Governance Code van het Verenigd Koninkrijk (hierna de UK Governance Code) van 1992.² De UK Governance Code en de *comply or explain*-gedachte hebben voor vele landen als inspiratiebron gediend,³ zo ook Nederland. Op 5 december 2017 is de Financial Reporting Council (hierna FRC) een consultatieronde gestart om de UK Governance Code, die voor het laatst in 2016 is herzien, te actualiseren. In deze bijdrage bespreken wij enkele belangrijke voorgestelde wijzigingen. Onze opzet is daartoe als volgt. Allereerst gaan wij in op de hoofdlijnen van het herzieningsproces (§ 2). Vervolgens analyseren wij ontwikkelingen op het gebied van cultuur en gedrag (§ 3), diversiteit (§ 4), de samenstelling van de *board*⁴ (§ 5), oppositie van aandeelhouders (§ 6), de aangekondigde herziening van de UK Stewardship Code (§ 7) en de positie van werknemers (§ 8). Wij sluiten af (§ 9) met een samenvatting. Op verschillende plaatsen besteden wij aandacht aan de implicaties van de herziening van de UK Governance Code voor de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna de Nederlandse Code).⁵

2. Hoofdpijnen herzieningsproces

2.1 Plaatsing UK Governance Code

De UK Governance Code vormt een belangrijke rechtsbron voor kapitaalvennootschappen in het Verenigd Koninkrijk, naast de Companies Act 2006 (hierna Companies Act).

1 H  le Vletter-van Dort is hoogleraar Financieel Recht & Governance aan de ESL (Erasmus School of Law), commissaris en voormalig lid van de Monitoring Commissie Corporate Governance (Commissie-van Manen). Titaan Keijzer is promovendus aan de ESL. De auteurs danken Paul Davies, Allen & Overy, Professor of Corporate Law Emeritus aan de Universiteit van Oxford, voor zijn bereidheid de voorgestelde wijzigingen nader in te kleuren.

2 Vgl. § 2.5 van de UK Governance Code van 1992, beschikbaar via www.ecgi.org.

3 Zie bijv. J. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, Hoboken: Wiley 2007, p. 47.

4 Aangezien het Verenigd Koninkrijk een monistisch systeem kent, waar-
bij een bestuur bestaat uit uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders,
spreken wij in deze bijdrage over de board, en in het verlengde daarvan van
executive en non-executive directors, ter onderscheid van het Nederlan-
dse dualistische systeem, waar het bestuur en de raad van commissarissen
separate organen zijn. De aanduidingen Engeland, Verenigd Koninkrijk
en Groot-Brittannië worden vanwege de syntaxis als synoniemen gehan-
teerd. Zij verwijzen echter uitsluitend naar het Engels recht.

5 Beschikbaar via www.mccg.nl/.

De oorspronkelijke versie van de UK Governance Code, de Cadbury Code, werd geïntroduceerd in 1992. In de jaren daarvoor waren grote (en maatschappelijk relevante) ondernemingen als Polly Peck, Bank of Credit and Commerce International, Maxwell Communications en Mirror Group Newspapers onder hun verplichtingen bezweken. Een stroom aan bestuurlijke malversaties was aan het licht gekomen. De Cadbury Committee, opgezet door de FRC, Londen Stock Exchange en accountantsorganisaties, had als doel het vertrouwen van investeerders te herstellen.⁶ Een combinatie van zelfregulering en transparantieverplichtingen zou daarin beter slagen dan het treffen van dwingende wettelijke maatregelen, zo was de verwachting.⁷ Belangrijke aanbevelingen om de *governance* van ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk te verbeteren, waren het splitsen van de rollen van *CEO* en *Chairman*, het houden van toezicht door onafhankelijke *non-executive directors* en het instellen van een *audit committee*.⁸ In Nederland volgden de eerste stappen op het gebied van *governance* enige jaren later. In 1997 presenteerde de Commissie-Peters, ingesteld na een compromis tussen de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en de Vereniging van Effecten Uitgevend Ondernemingen (VEUO) over de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies, haar 40 Aanbevelingen.⁹ De 40 Aanbevelingen werden in 2003, naar aanleiding van onverkwikkelijkheden bij bijvoorbeeld Ahold, Enron en Parmalat,¹⁰ omgevormd tot de Nederlandse Code, welke vervolgens in 2008 en 2016 is herzien.¹¹

De UK Governance Code kent niet alleen een lange geschiedenis, maar ook een geschiedenis van frequente herzieningen. De Cadbury Code van 1992 en het Greenbury Report van 1995, dat met name zag op beloningsvraagstukken, werden in 1998 samengevoegd, naar aanleiding van het Hampel Report.¹² Vervolgens kwam de Turnbull Commit-

tee in 1999 met guidance op het vlak van interne controle; deze is in 2005 herzien. In 2003 werden het Higgs en Smith Report uitgebracht, die zagen op de onafhankelijkheid van *non-executive directors* resp. *audit committees*.¹³ De UK Governance Code werd vervolgens gewijzigd in 2006, 2008, 2010, 2012, 2014 en 2016, waarbij telkens verschillende accenten werden gelegd.¹⁴ Het herzieningstempo ligt aldus substantieel hoger dan in Nederland het geval is, dat (wellicht ten onrechte) geen (geformaliseerd) systeem van periodieke revisie kent.¹⁵

De UK Governance Code vormt een onderdeel van de Listing Rules voor het Premium segment.¹⁶ Beursvennootschappen uit die categorie komen in aanmerking voor opname in de FTSE Index Series, waaronder bijvoorbeeld de FTSE 100. Daarnaast kent de London Stock Exchange het Standard segment. Aan vennootschappen die zich daarin bevinden worden minder strenge vereisten gesteld, maar zij noch ondernemingen in het High Growth segment komen voor opname in de FTSE indices in aanmerking. Voor toepassing van de UK Governance Code is derhalve irrelevant door welk rechtsstelsel de beursvennootschap wordt beheerst.¹⁷ Doorslaggevend is of de vennootschap is opgenomen in het Premium segment van de London Stock Exchange. De Nederlandse Code gaat uit van een ander regime. Zij geldt voor vennootschappen die statutair in Nederland zijn gevestigd en waarvan de aandelen en/of certificaten zijn toegelaten tot i) de gereglementeerde markt; of ii) een multilaterale handelsfaciliteit, indien het vennootschappen betreft met een balanswaarde meer dan € 500 miljoen.¹⁸ Bovendien is de Nederlandse Code via art. 2:391 lid 5 BW wettelijk verankerd en kan zij in een concreet geval een rol spelen als uiting van de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging, via art. 2:8 BW.¹⁹

6 Over de verschillende misstanden uitgebreid B.R. Cheffins, 'The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why', *Current Legal Problems*, 2015, 68, p. 387-429; voorts levendig L.F. Spira & J. Slinn, *The Cadbury Committee: A History*, Oxford: Oxford University Press 2012.

7 Vgl. § 1.10 van de Cadbury Code. Zie voor een beschouwing van *governance* codes als compromis tussen markt en overheid M. Pargendler, 'The Corporate Governance Obsession', *Journal of Corporation Law* 2016, 42, p. 359-402.

8 Respectievelijk § 4.9, § 4.11 en § 4.35 van de Cadbury Code. Zie over de accenten van de Cadbury Code (vanuit Nederlands perspectief) F.G.K. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen. Een analyse van recht, gebeurtenissen en ideeën* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 488-498.

9 Het rapport van de Commissie-Peters is beschikbaar via www.mccg.nl/. Vgl. over de context waarin de Commissie-Peters opereerde Overkleef 2017, p. 121-138.

10 Inderdaad vormen crises veelal een katalysator voor strenge regelgeving. In economisch betere tijden worden de eerder genomen maatregelen vervolgens afgezwakt. In ieder geval wat betreft het Verenigd Koninkrijk valt een dergelijk patroon vanaf de 17^e eeuw te observeren. Zie S.M. Bainbridge, 'Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II', *Minnesota Law Review* 2011, 95, p. 1779-1822.

11 De Nederlandse Codes 2003, 2008 en 2016 zijn alle beschikbaar via www.mccg.nl/. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de recente aanpassingen S. Rietveld & M. Cremers, 'Herziening van de Corporate Governance Code: een overzicht van de wijzigingen', *Ondernemingsrecht* 2016/68.

12 Alle beschikbaar via www.ecgi.org/. Over dit drieluik B.R. Cheffins, 'Current Trends in Corporate Governance: Going from London to Milan Via Toronto', *Duke Journal of International & Comparative Law* 1999, 10, p. 5-42.

13 Eveneens te raadplegen via www.ecgi.org/.

14 Beschikbaar via www.frc.org.uk/. Zie voor een overzicht van de doorgevoerde herzieningen W.J.L. Calkoen, *The One-Tier Board in the Changing and Converging World of Corporate Governance* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2012, p. 42-45; vgl. ook J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2012, p. 116-122. Grofweg kunnen drie fasen worden onderkend: de Cadbury-fase, waarin de nadruk lag op het versterken van de positie van aandeelhouders ten opzichte van het bestuur; de post crisis-fase, waarin engagement van aandeelhouders beklemtoond werd; en de huidige fase, waarin een breed scala aan doelstellingen wordt nagestreefd (hetgeen uiteraard van invloed is op de bereidheid van aandeelhouders om naleving te controleren).

15 De Commissie-Van Manen had dat nochtans wel geadviseerd, maar dit voorstel heeft de eindstreep niet gehaald. Zie het Herzieningsvoorstel voor de Nederlandse Code, p. 4 (beschikbaar via www.mccg.nl/).

16 Zie Listing Rule 9.8.6 (5) en (6); voorts de London Stock Exchange Admission & Disclosure Standards, Section B.8.

17 Over dit thema ook A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, 'De beurs-NV in den vreemde', *Ondernemingsrecht* 2014/15.

18 Vgl. p. 7 van de Nederlandse Code 2016; zie ook *Stb.* 2017, 332.

19 Zie bijv. Hoge Raad 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7970, NJ 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer, *JOR* 2007/178, m.nt. M.P. Nieuwe Weme, *Ars Aequi* 2007/10, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (ABN AMRO), HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, m.nt. Van Schilfgaarde, *JOR* 2010/228, m.nt. M.J. van Ginneken, *Ars Aequi* 2010/11, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (ASMI), Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, *JOR* 2013/272, m.nt. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2013/117, m.nt. Abma, *Ars Aequi* 2014/3, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (Cryo Save).

Naar Engels ondernemingsrecht hebben aandeelhouders traditioneel ruime bevoegdheden,²⁰ meer dan in Nederland het geval is.²¹ Dat komt in de huidige UK Governance Code bijvoorbeeld tot uitdrukking in de aandacht voor de onafhankelijkheid van non-executive directors, de splitsing van de CEO- en voorzittersrol en de toezichthoudende rol van de *senior independent director*.²² Voorts dienen *directors* jaarlijks herkozen te worden en is het bestuur gebonden aan de *board neutrality rule* bij overnames.²³ Het aandelenbezit in het Verenigd Koninkrijk is van oudsher versnipperd,²⁴ maar coalities tussen Britse aandeelhouders laten zich eenvoudig vormen, zodat de *market for corporate control* een effectief mechanisme tot disciplinerende vormt.²⁵

2.2 Aanloop huidige consultatiefase en verdere planning

Voorafgaand aan de formele consultatieprocedure van de huidige UK Governance Code zijn verschillende analyses verschenen. In dat verband valt bijvoorbeeld te wijzen op het in juli 2016 gepubliceerde Culture Report,²⁶ de Green Papervan het Department for Business, Energy & Industrial Strategy (hierna BEIS Department)²⁷ van november 2016 en het antwoord daarop van augustus 2017.²⁸ Eveneens relevant zijn het FRC-rapport Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016 (januari 2017)²⁹ en het Corporate Governance Report van de House of Commons BEIS Committee (hierna BEIS Committee) van maart 2017³⁰ en het antwoord daarop.³¹ Nog recenter zijn de Parker Review (oktober 2017)³² en Hampton-Alexander Review (november 2017).³³ Beide gaan in op verschillende aspecten van diversiteit (resp. etniciteit en geslacht) in de bestuurskamer, waarover hieronder § 4. Het moge duidelijk zijn dat men in het Verenigd Koninkrijk niet heeft stil gezeten. Hieronder komen wij deze voorstellen en adviezen terug.

Het op 5 december 2017 verschenen Consultatiedocument, met daarin vragen voor geïnteresseerden, kent drie bijlagen (Appendices). Het betreft respectievelijk een voorstel voor de herziene UK Governance Code (Appendix A, hierna Herzieningsvoorstel), een voorstel voor herziene guidance wat betreft de effectiviteit van de board (Appendix B, hierna Herzieningsvoorstel guidance) en een transponeringstabel van de UK Governance Code 2016 ten opzichte van het Herzieningsvoorstel (Appendix C).³⁴ De consultatiereacties dienden uiterlijk 28 februari 2018 te zijn ingediend. Het streven is om de herziene UK Governance Code te publiceren in de *early summer* van 2018. Wij achten dit een betrekkelijk ambitieus tijdpad. Anderzijds is voorafgaand aan de formele aanvang van het consultatieproces dermate veel onderzoek verricht – vergelijk hierboven – dat denkbaar is dat slechts lichte aanpassingen noodzakelijk zullen zijn. Indien dat inderdaad het geval is, zou zich men overigens kunnen afvragen wat precies de meerwaarde is van formeel consulteren. Hoe dan ook, de herziene UK Governance Code zal gelden voor boekjaren die beginnen op of na 1 januari 2019.³⁵

Daarnaast zal eind 2018 een meer gedetailleerd consultatieproces van de UK Stewardship Code aanvangen. Deze beoogt de kwaliteit van de interactie tussen aandeelhouders en de board te verhogen. De Stewardship Code valt eveneens onder de verantwoordelijkheid van de FRC. Momenteel wordt volstaan met enkele *high level questions*. Enerzijds is het voorstelbaar dat de FRC de intensiteit van het herzieningstraject beheersbaar wil houden. Anderzijds wordt het proces van herziening van de *best practices* op het terrein van corporate governance in zijn algemeenheid op die manier wel erg uitgerekt. Voor de inwerkingtreding van de herziene UK Stewardship Code is nog geen richtdatum afgegeven, maar indien een voorkeur zou bestaan voor 1 januari, lijkt 2020 ons de eerste haalbare optie. Op dat moment is de herziene UK Governance Code volgens de eigen planning reeds anderhalf jaar oud en zal een nieuw consultatieproces spoedig een aanvang nemen (immers, de UK Governance Code wordt standaard iedere twee jaar herzien). Dit niet synchroon lopend proces roept de vraag op of de UK Governance Code voldoende tijd wordt gegund om in de rechtspraktijk verankerd te raken, met name omdat de interactie tussen de vennootschap en haar aandeelhouders (onderwerp van de Stewardship Code) rechtstreeks effect kan hebben op de interne governance (onderwerp van de UK Governance Code).

2.3 Gewijzigde structuur

Het Herzieningsvoorstel is aanmerkelijk korter dan de huidige versie van de UK Governance Code (13 om 32 pagina's). Het Herzieningsvoorstel wordt dan ook gepresenteerd als *sharper and shorter*. Gedeeltelijk vloeit de inkorting voort

20 Vgl. (vanuit Engels perspectief) P.L. Davies, 'Shareholders in the United Kingdom', in J.G. Hill & R.S. Thomas (red.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2015, p. 355-382; Cheffins 2015.

21 Zie (vanuit Nederlandse optiek) Overkleef 2017, p. 488-498.

22 Vgl. Provisions B.1.2 (Herzieningsvoorstel: Provision 11), A.2.1 (9) en A.4.1 (12).

23 Zie voor een analyse voor de betekenis van deze bevoegdheden Davies 2015.

24 In die zin bijv. Davies 2015, die ook aantekent dat het aandelenbezit van Engelse retailbeleggers, verzekeraars en pensioenfondsen afneemt; zie ook B.R. Cheffins, 'Law as Bedrock: The Foundations of an Economy Dominated by Widely Held Public Companies', *Oxford Journal of Legal Studies* 2003, 23, p. 1-23.

25 Vgl. voor de oorsprong van dat begrip H.G. Manne, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *Journal of Political Economy* 1965, 73, p. 110-120. Overigens is wel betoogd dat vennootschappen met hun oorsprong buiten het Verenigd Koninkrijk in toenemende mate aan de London Stock Exchange genoteerd zijn, met een meer geconcentreerd aandelenbezit tot gevolg. Zie B.R. Cheffins, 'The Undermining of UK Corporate Governance(?)', *Oxford Journal of Legal Studies* 2013, 33, p. 503-533.

26 Zie www.frc.org.uk/.

27 De Green Paper is te vinden via www.gov.uk/.

28 Zie wederom www.gov.uk/.

29 Zie daarvoor www.frc.org.uk/.

30 Men vergelijk <https://publications.parliament.uk/>.

31 Eveneens beschikbaar via <https://publications.parliament.uk/>.

32 Zie www.gov.uk/.

33 De Hampton-Alexander Review is beschikbaar op <https://ftsewomenleaders.com/>.

34 Zie www.frc.org.uk/ voor de respectievelijke bestanden.

35 Zie voor het tijdsplan p. 4 en p. 6 van het Consultatiedocument. Vgl. aldaar ook de opmerking "As we have had extensive discussions with the Government [...], please bear this in mind if you are making general points."

uit de toegenomen bekendheid met het instrument. Daardoor kan bijvoorbeeld de uitgebreide inleiding die nog in de UK Governance Code 2016 is opgenomen, vervangen worden door een duidelijk beknopter introductie. Inhoudelijk is de structuur van de UK Governance Code eveneens flink op de schop gegaan. De huidige Sections A ('Leadership'), B ('Effectiveness'), C ('Accountability'), D ('Remuneration') en E ('Relations with shareholders') worden vervangen door de Sections 1 ('Leadership and purpose'), 2 ('Division of responsibilities'), 3 ('Composition, succession & evaluation'), 4 ('Audit, risk & internal control') en 5 ('Remuneration'). De herziene Sections 1 tot en met 3, waar de meeste wijzigingen zijn aangebracht, bouwen voort op de bestaande Sections A en B. Voor Sections 4 en 5 betreft dit respectievelijk Sections C en D. Section E is als zelfstandig onderdeel komen te vervallen.³⁶ Het concept van langetermijnwaardecreatie loopt als een rode draad door het Herzieningsvoorstel. In zoverre valt een vergelijking te trekken met de Nederlandse Code 2016.³⁷

Iedere Section bevat een aantal Principles en Provisions; de categorie van Supporting Principles is vervallen. Ter zake van Principles wordt uitgegaan van *compliance*; wat betreft Provisions wordt een comply or explain-benadering voorgestaan.³⁸ Daarnaast kennen de Principles en Provisions bijbehorende guidance. Het Herzieningsvoorstel guidance is overigens enigszins in omvang toegenomen, zodat deze nu langer is dan het Herzieningsvoorstel zelf. Wij merken op dat de FRC naast guidance inzake de effectiviteit van de board in het verleden ook guidance heeft opgesteld inzake audit committees en *risk management*.³⁹ Deze guidance maakt echter geen deel uit van de onderhavige consultatieprocedure. Wel zal de FRC op eigen initiatief gepaste wijzigingen doorvoeren.⁴⁰ Een transponeringstabel ter zake van het Herzieningsvoorstel guidance is overigens niet bijgevoegd.

3. Cultuur en gedrag

Een van de voornaamste conclusies van de Culture Report⁴¹ was dat cultuur, gedefinieerd als de combinatie van waarden, houdingen en gedragingen die een onderneming tentoon spreidt jegens haar *stakeholders*, een belangrijk element is om tot waardecreatie op lange termijn te komen.⁴² Een gezonde bedrijfscultuur leidt tot wederzijds vertrou-

wen, waardoor een organisatie effectief kan opereren. Aldus kan zij een competitief voordeel vormen en in die zin waardevol zijn. Anderzijds kan een ongezonde cultuur op den duur een risico vormen voor het bestaan van de onderneming. Cultuur en gedrag zijn grijpbaar noch statisch. Om een gezonde cultuur te implementeren, bepaalt het Herzieningsvoorstel dat de board het doel en de strategie van de organisatie identificeert, en de gedragingen en incentives die daarmee in overeenstemming zijn. De board belichaamt de nagestreefde bedrijfscultuur en draagt deze uit naar de bredere organisatie. Zij moet met regelmaat de temperatuur in verschillende onderdelen van de organisatie opnemen.⁴³ Zaken als openheid, aanspreekbaarheid en tegenspraak zijn daartoe cruciaal. Ook de Nederlandse Code adresseert deze onderwerpen,⁴⁴ op vergelijkbare wijze als het Herzieningsvoorstel. Hoewel de Nederlandse juridische literatuur op dit vlak nog relatief bescheiden is,⁴⁵ valt te verwachten dat deze thematiek de komende jaren nadrukkelijk in de belangstelling zal blijven.

4. Diversiteit

4.1 Een steeds inclusiever concept

Het belang van diversiteit wordt in het herzieningsproces duidelijk onderkend. Niet alleen bevat het Herzieningsvoorstel bepalingen die concreet betrekking hebben op geslacht, ook wordt voorzichtig een bepaling geïntroduceerd die betrekking heeft op etniciteit. Principe B2 van de UK Governance Code 2016 bepaalt generiek dat nieuwe benoemingen in de board het resultaat moeten zijn van een zorgvuldige, gedegen en transparante procedure. Deze bepaling wordt ondersteund door een Supporting Principle, inhoudende dat bij de selectie van kandidaten rekening dient te worden gehouden met de voordelen van diversiteit, daaronder begrepen die van geslacht.⁴⁶ Principe J van het Herzieningsvoorstel bepaalt daarentegen dat zowel benoemingen als *succession planning* gebaseerd moeten zijn op kwaliteit en andere objectieve criteria en dat zij diversiteit dienen te stimuleren naar zowel geslacht, sociale en etnische achtergrond en cognitieve en persoonlijke vaardigheden. Ook in de jaarlijkse evaluatie van het functioneren van de board dient etnische diversiteit te worden meegenomen, aldus met zoveel woorden Principe K van het Herzieningsvoorstel.⁴⁷ Het Herzieningsvoorstel gaat vooralsnog niet zo ver dat van ondernemingen wordt verlangd dat zij specifiek over etniciteit verslag uitbrengen, al wordt in het Consultatiedocument wel de vraag opgeworpen of ondernemingen daarin moeten worden aangemoedigd.⁴⁸ Vooralsnog wordt

36 Zie p. 2-3 van het Consultatiedocument, nr. 7 & 11.

37 Vgl. Principe A ("A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose function is to promote the long-term sustainable success of the company, generate value for shareholders and contribute to wider society") en Principe 1.1 ("Het bestuur richt zich op de lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van de *stakeholders*").

38 Zie p. 4 van het Consultatiedocument, nr. 16-17.

39 Zie www.frc.org.uk/.

40 Zie p. 5 van het Consultatiedocument, nr. 20.

41 Vgl. www.frc.org.uk/; idem het FRC-rapport *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016*, p. 35-37.

42 Zie p. 6 van het Culture Report; zie ook het Herzieningsvoorstel guidance, p. 10, nr. 39-40.

43 Zie Principe A en Provision 2 van het Herzieningsvoorstel; Herzieningsvoorstel guidance, p. 7-9, nr. 37-46.

44 Vgl. Principe 2.5 van de Nederlandse Code 2016; zie ook het Verantwoordingsdocument, beschikbaar via www.mccg.nl/, p. 12-13, waar veel van de overwegingen inzake cultuur nader worden toegelicht.

45 Zie echter E. van de Loo & J. Winter, 'Cultuur en gedrag volgens de nieuwe corporate governance code', *Ondernemingsrecht 2016/72*, die bijv. ook ingaan op *crowding-out* effecten van het reguleren van cultuur.

46 Zie p. 11 van de UK Governance Code 2016.

47 Vgl. p. 7 van het Herzieningsvoorstel.

48 Zie p. 14 van het Consultatiedocument, vraag 11.

enkel ten aanzien van de man/vrouw-verhoudingen een expliciete rapportage verwacht.⁴⁹

4.2 Onderliggende ontwikkelingen

Het Consultatiedocument bevat maar liefst drie pagina's aan toelichting op de voorgestelde Principles J en K en de bijbehorende Provisions (in Section 3), die vooral ingaan op de nieuwe regels over diversiteit, de wijze waarop met dit onderwerp dient te worden omgegaan en hoe daarover dient te worden gerapporteerd. Het Consultatiedocument haalt een rapport aan dat McKinsey in 2015 over het onderwerp heeft gepubliceerd.⁵⁰ Daarin is een statistisch significant verband gevonden tussen divers leiderschap voor wat betreft etniciteit en geslacht enerzijds en de financiële prestaties van een onderneming anderzijds. Ondernemingen die actief werken aan het vergroten van diversiteit, niet alleen in de boardroom maar in alle gelederen van de onderneming, presteren beter.⁵¹ Voor wat betreft het belang van etnische diversiteit put het Consultatiedocument tevens uit de Parker Review.⁵² Dit rapport benadrukt dat ondernemingen wereldwijd zich dienen te realiseren dat sprake is van grote culturele en demografische verschuivingen. Waar in 2017 zo'n 14% van het totale aantal inwoners van het Verenigd Koninkrijk een *person of colour*⁵³ is, zal dit percentage in 2051 naar 30% zijn gestegen. De honderd grootste ondernemingen, opgenomen in de FTSE 100, verkopen nu al 75% van hun producten en diensten overzees (FTSE 250: 50%). Deze feiten dienen, aldus de Parker Review, door ondernemingen en hun leidinggevenden in acht te worden genomen en verdisconteerd te worden in de samenstelling van de board en potentiële opvolgers (hierna de pijplijn). De Parker Review benadert het onderwerp etniciteit dus primair vanuit een financieel-economische invalshoek, wellicht om daarmee de urgentie ervan te benadrukken.

De Parker Review kwam met een serie aanbevelingen, verdeeld over drie categorieën. Primair dienen besturen een meer inclusief gezelschap te worden. Ieder bestuur van een FTSE 100-onderneming zou ten minste één director of colour dienen te hebben tegen 2021. Voor FTSE 250-ondernemingen wordt deze termijn verlengd tot 2024. Ondernemingen in de FTSE 100 en 250 moeten voorts mechanismen ontwikkelen om talentvolle persons of colour te identificeren, ontwikkelen en stimuleren om ervoor te zorgen dat in de loop der tijd voldoende kandidaten beschikbaar zijn om benoemd te worden in de board en andere leidinggevende posities. Onder leiding van hun voorzitters dienen besturen van FTSE 100 en 250 persons of colour actief te mentoren en sponsoren om ervoor te zorgen dat zij klaar zijn om een leiderschapsrol binnen of buiten de onderneming op zich te nemen. Tot slot dient het diversiteits-

beleid van de board, zoals opgenomen in het jaarverslag, te omschrijven op welke wijze de onderneming etnische diversiteit stimuleert. Indien de onderneming er niet in slaagt de in dit beleid genoemde doelen te halen, dient zij de redenen daarvoor openbaar te maken.⁵⁴

Het Consultatiedocument verwijst inzake man/vrouw-verhoudingen in de board enkele malen naar de Hampton-Alexander Review,⁵⁵ dat voortbouwde op de Davies Review.⁵⁶ In 2017 bestond 27,7% van de statutaire bestuursleden uit vrouwen, ten opzicht van 12,5% in 2010.⁵⁷ De Hampton-Alexander Review stelde een doel van 33% in 2020, hetgeen volgens het Consultatiedocument haalbaar lijkt, vooral dankzij de verplicht te betrachten transparantie inzake nieuwe benoemingen. Het percentage vrouwen in de Executive Committee (hierna ExCo) van FTSE 100-ondernemingen is echter aanzienlijk minder hard gestegen. In 2017 bestond 19,3% van de ExCo-leden van deze categorie ondernemingen uit vrouwen, tegen 12% in 2011. De Hampton-Alexander Review wees er reeds op dat verdere vooruitgang vereist dat diversiteit in de pijplijn wordt vergroot.⁵⁸

4.3 Een pijplijn aan divers talent

Provision 23, behorende bij Principles J en K, bepaalt dat de Nomination Committee (hierna NomCo) in het jaarverslag maar liefst vier verschillende aspecten van diversiteit dient te adresseren. Interessant is, gelet op het voorgaande, dat de NomCo, een commissie in meerderheid bestaande uit onafhankelijke, non-executive directors,⁵⁹ haar blik tevens dient te richten op de lagen onder het statutaire bestuur en (indien aanwezig) de ExCo.⁶⁰ Het voorschrift ziet niet enkel op man/vrouw-verhoudingen, maar ook op etniciteit en andere factoren, en geldt niet enkel voor FTSE 350-ondernemingen (zoals werd aanbevolen in de Hampton-Alexander Review), maar is van toepassing voor alle beursvennootschappen.⁶¹

Voorts geeft de zogenoemde Standard Voluntary Code of Conduct⁶² (hierna Standard Voluntary Code) uitvoering aan

49 Zie Provision 23 van het Herzieningsvoorstel.

50 Vgl. V. Hunt, D. Layton & S. Prince, *Diversity Matters* (2015), beschikbaar op www.mckinsey.com/.

51 Zie p. 12 van het Consultatiedocument, nr. 58.

52 Vgl. www.gov.uk/.

53 Zie p. 14-15 van de Parker Review, alwaar uitgebreid wordt toegelicht waarom voor deze term is gekozen.

54 Zie p. 47-49 van de Parker Review.

55 Vgl. de Hampton-Alexander Review op <https://ftsewomenleaders.com/>. Het rapport is tot stand gebracht door een onafhankelijke, door ondernemingen ingestelde commissie onder Sir Philip Hampton en de tijdens de totstandkoming overleden Dame Helen Alexander.

56 Het initiële rapport van februari 2011 en de daaropvolgende voortgangsanalyse (oktober 2015) zijn beide te raadplegen via www.gov.uk/. Zie, voortbordurend op de conclusies van de Parker Review en de Hampton-Alexander Review, ook het BEIS Committee Report, p. 50-56, nr. 117-140 (en het antwoord daarop, p. 12-14, aanbevelingen 20-25) en het antwoord op de Green Paper van het BEIS Department, p. 48-52, nr. 5.1-5.18.

57 Zie p. 4 van de Hampton-Alexander Review.

58 Zie p. 5-6 van de Hampton-Alexander Review.

59 Vgl. Provision 17 van het Herzieningsvoorstel.

60 De NomCo dient te beschrijven (i) op welke wijze nieuwe benoemingen en succession planning worden benaderd en hoe dit het opbouwen van een diverse pijplijn ondersteunt; (ii) welke andere acties zijn ondernomen om toezicht te houden op de ontwikkeling van een diverse pijplijn; (iii) hoe diversiteit de onderneming helpt haar strategische doelen te bereiken; (iv) de man/vrouw verhouding in het senior management en hun directe ondergeschikten.

61 Vgl. p. 12-14 van het Consultatiedocument, nr. 56-72; Herzieningsvoorstel guidance, p. 15-17, nr. 75-88.

62 Beschikbaar op <https://ftsewomenleaders.com/>.

Aanbeveling 8 van de Davies Review, waarin wordt voorgesteld dat de *executive search community* een vrijwillige code opstelt om diversiteit in boards van ondernemingen te vergroten. De Standard Voluntary Code is voor het eerst gepresenteerd in juli 2014 en voor het laatst geactualiseerd op 15 november 2017.⁶³ Inmiddels wordt het initiatief onderschreven door veertig *executive search firms*. De Standard Voluntary Code bevat tien bepalingen ingevolge waarvan zij zich verplichten onder meer om:

- (i) voorzitters van boards en NomCo's op zodanige wijze bij te staan dat bij *succession planning* op de middellange termijn het juiste evenwicht wordt gevonden tussen vaardigheden en ervaring, om aldus de board in de komende twee tot drie jaar te kunnen voorzien van de juiste kandidaten;
- (ii) bij de invulling van een specifieke vacature de gehele samenstelling van de board in aanmerking te nemen en te bespreken of in het profiel voldoende ambitie tot uitdrukking wordt gebracht ten aanzien van diversiteit naar geslacht. Met de voorzitter wordt uitdrukkelijk besproken of het werven van een vrouwelijke kandidaat een prioriteit is;
- (iii) bij het samenstellen van profiel erop te letten dat niet alleen wordt gekeken naar bewezen ervaring, maar ook naar andere relevante vaardigheden en onderliggende en persoonlijke kwaliteiten, zodat tevens kandidaten kunnen worden gezocht buiten de degenen die op dit moment al een functie in een board vervullen of een meer conventionele zakelijke carrière hebben gemaakt;
- (iv) bij het presenteren van lijsten met kandidaten ervoor te zorgen dat ten minste 30% van de kandidaten vrouw is;
- (v) kandidaten, met name kandidaten die voor het eerst in aanmerking worden genomen voor een dergelijke functie, bij te staan in het selectieproces en te begeleiden bij het voeren van gesprekken.

4.4 Implicaties voor de Nederlandse situatie

De Nederlandse Code is weinig expliciet wat betreft de pijplijn⁶⁴ noch legt deze specifiek nadruk op etniciteit, al wordt erkend dat vennootschappen rekening dienen te houden met alle voor hen relevante aspecten van diversiteit.⁶⁵ Het is de vraag of de Nederlandse Code, in navolging van de UK Governance Code, ook meer nadruk zou moeten gaan leggen op etniciteit als specifiek aspect van diversiteit. De Commissie-van Manen heeft bewust het verzoek van minister Bussemaker⁶⁶ afgewezen om een quotum in de Code op te nemen voor vertegenwoordiging van vrouwen, waardoor het niet onmiddellijk voor de hand ligt aan te nemen dat een

volgende Monitoring Commissie een quotum voor etniciteit zal omarmen. Anderzijds bestaat de Nederlandse bevolking volgens het CBS in 2017 voor 22,6% uit personen met een migratieachtergrond.⁶⁷ In die zin zou een grotere aandacht voor etniciteit in de boardroom gerechtvaardigd kunnen zijn. Ook op het punt van man/vrouw-verhoudingen gaat het Herzieningsvoorstel verder dan art. 2:166 BW en de Nederlandse Code 2016. Het wetsartikel verplicht tot een evenwichtige verdeling van zetels van het statutaire bestuur en de raad van over mannen en vrouwen, zodanig dat ten minste 30% van deze zetels wordt bezet door vrouwen en ten minste 30% door mannen.⁶⁸ De Nederlandse Code 2016 strekt tot rapportage daarover.⁶⁹ Het Consultatiedocument verwijst daarentegen naar een streefcijfer van 33 % en heeft ook expliciet aandacht voor lagen onder de board en (indien aanwezig) de ExCo. Tot slot wordt in de Nederlandse Code geen aandacht besteed aan de – vaak doorslaggevende – rol die search firms spelen in een selectieproces. Dit onderwerp dient wat ons betreft nadrukkelijker op de agenda gezet te worden.

5. Samenstelling bestuur en commissies

5.1 De positie van de remuneratiecommissie

De positie van de RemCo is geen sinecure. Dit blijkt onder meer uit de recente *Persimmon*-zaak. In december 2017 werd bekend dat de bouwonderneming een bonus van £ 110 miljoen zou uitkeren aan haar CEO, nu financieel goede resultaten waren neergezet. Een van de voornaamste bronnen van inkomsten betrof de bouw van nieuwbouwwoningen voor starters, die voor de aankoop daarvan subsidie ontvingen van de Britse overheid. Het feit dat geen bonusplafond was ingesteld noodzaakte de chair en de chair van de RemCo hun ontslag in te dienen.

Het Herzieningsvoorstel kent een belangrijke rol toe aan het aspect van beloningen.⁷⁰ Section 5 is volledig aan het onderwerp gewijd. Het onderdeel bestaat uit drie Principles en tien Provisions. Opvallend is dat de remuneration committee (hierna RemCo) een cruciale rol krijgt toebedeeld. De RemCo dient uit ten minste drie leden te bestaan, allen onafhankelijke non-executive directors. De voorzitter van de board mag geen voorzitter zijn van de RemCo en kan daarvan enkel lid zijn wanneer hij onafhankelijk is. De voorzitter moet ten minste één jaar lid zijn geweest van de RemCo alvorens benoemd te kunnen worden.⁷¹ Interessant is voorts

63 Zie www.gov.uk/.

64 Best practice bepaling 2.1.5 van de Nederlandse Code 2016 ziet weliswaar op de ExCo, maar niet op de lagen daaronder; vgl. (eveneens in algemene zin) Best practice bepaling 2.2.4. Zie echter het Verantwoordingsdocument, p. 12-13, waar wordt opgemerkt dat diversiteit zich niet moet beperken tot de top van de vennootschap, maar voor alle lagen binnen de onderneming een rol speelt.

65 Zie Best practice bepaling 2.1.5 van de Nederlandse Code 2016.

66 Zie de consultatiereactie van minister Bussemaker van 4 april 2016, beschikbaar via www.mccg.nl/.

67 Zie *Kerncijfers Bevolking 1 november 2017*, beschikbaar via www.cbs.nl.

68 Daarover bijv. M. Lückerrath-Rovers & S. Paans, 'De haalbaarheid van het quota voorstel', *Ondernemingsrecht* 2011/31; M.J. van Ginneken, 'Het Groenboek Corporate Governance', *Ondernemingsrecht* 2011/81; H. Koster, 'Wet bestuur en toezicht: streefcijfers diversiteit', *Ondernemingsrecht* 2011/108.

69 Vgl. Best practice bepaling 2.1.6 van de Nederlandse Code 2016.

70 Zie over beloningsvraagstukken naar onder meer Nederlands en Engels recht uitgebreid E.C.H.J. Lokin, *De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2018.

71 Zie Provision 32 van het Herzieningsvoorstel.

Provision 33, behorende bij de Principles O en P. Deze luidt als volgt:

“The remuneration committee should have delegated responsibility for determining the policy for director remuneration and setting remuneration for the board and senior management. (...) It should oversee remuneration and workforce policies and practices, taking these into account when setting the policy for director remuneration.”

5.2 *Implicaties voor de Nederlandse situatie*

De bevoegdheid van de Britse RemCo gaat verder dan die van haar Nederlandse evenknie. In het Nederlandse systeem verrichten commissies van de RvC slechts voorbereidende werkzaamheden en hebben zij geen zelfstandige beslissingsbevoegdheid. Ook beperkt de bevoegdheid van de Nederlandse RvC zich tot het vaststellen van de beloning van de statutaire directie en bepaalt zij niet tevens de beloning van het senior management, zoals de Britse RemCo dient te doen.⁷² De Britse RemCo is tevens verantwoordelijk voor de eventuele benoeming van beloningsadviseurs. Dit roept de vraag op hoe de min of meer zelfstandige rol van de RemCo in de UK Governance Code zich verhoudt tot de collectieve verantwoordelijkheid van de board. Nu is een Brits monistisch bestuur niet één op één vergelijkbaar met een Nederlands dualistisch bestuur. De verhouding tussen de bevoegdheden en verantwoordelijkheden van de RemCo ten opzichte van de gehele board betreft echter een interessante vraag die (helaas elders) uitdieping behoeft.

5.3 *Zittingstermijn en onafhankelijkheid*

Het Herzieningsvoorstel kent geen maximale zittingstermijn voor non-executive directors. Toch wordt de facto helder aangegeven wat de houdbaarheidsdatum van een non-executive director is. Ten eerste dienen non-executives jaarlijks te worden herbenoemd.⁷³ Bij het voorstel tot herbenoeming dient ten aanzien van iedere non-executive een schriftelijke toelichting te worden gegeven waarom zijn/haar bijdrage belangrijk is geweest en in de toekomst zal zijn voor de langetermijnwaardecreatie van de onderneming. Daarnaast dient het proces van jaarlijkse evaluatie van de board en haar voorzitter gedegen en formeel te zijn opgezet. Eens in de drie jaar dient de evaluatie extern gefaciliteerd te worden.⁷⁴ De bedoeling van deze bepalingen is evident: de voordracht tot herbenoeming dient geen automatisme te zijn. Een tweede, wellicht in de praktijk nog belangrijker, grens aan de maximale zittingstermijn wordt gesteld door een combinatie van twee bepalingen. Provision 11 van het Herzieningsvoorstel bepaalt dat de meerderheid van de non-executive directors (inclusief de voorzitter) onafhankelijk dient te zijn. Het Herzieningsvoorstel legt meer nadruk dan de UK Governance Code 2016 op het belang van onafhankelijkheid. Waar de huidige Code in bepaling B.1.1. crite-

ria noemt die in overweging genomen dienen te worden bij de beantwoording van de vraag of een non-executive director als onafhankelijk kan worden beschouwd, worden in het Herzieningsvoorstel een aantal omstandigheden genoemd waarin een non-executive director niet als onafhankelijk beschouwd zou moeten worden (*should not*). In de toelichting bij het Consultatievoorstel wordt aangegeven dat deze aanpassing het belang van onafhankelijkheid van non-executives beoogt te benadrukken, zulks vanwege de noodzaak dat boards steeds worden blootgesteld aan nieuwe uitdagingen en ideeën van personen die geen banden hebben met de onderneming. Het belang van onafhankelijkheid komt ook tot uitdrukking in de nieuw geïntroduceerde (en harde) termijn in Provision 15 van het Herzieningsvoorstel. Hierin wordt bepaald dat een non-executive director geacht wordt niet langer onafhankelijk te zijn als hij/zij langer dan negen jaar in functie blijft. Naast dit harde criterium wordt nog een aantal andere specifieke omstandigheden genoemd waarin van onafhankelijkheid geacht wordt geen sprake te zijn.⁷⁵ Vraag 7 Consultatievoorstel vraagt respondenten wel aan te geven of de termijn van negen jaar nog steeds een gepaste termijn is voor de assumptie van onafhankelijkheid.⁷⁶

5.4 *Implicaties voor de Nederlandse situatie*

Hoewel de wijze waarop de nieuwe Nederlandse Code invulling geeft aan het belang van onafhankelijkheid van commissarissen verschilt, is het resultaat daarvan toch zeer vergelijkbaar met het Herzieningsvoorstel. Een commissaris wordt benoemd voor een termijn van vier jaar. Daarna kan hij/zij éénmaal worden herbenoemd.⁷⁷ Nadien kan een commissaris worden herbenoemd voor een periode van twee jaar, die met nog eens maximaal twee jaar kan worden verlengd. Herbenoeming na een periode van acht jaar dient echter te worden gemotiveerd in het verslag van de raad van commissarissen (hierna RvC). De Nederlandse Code gaat dus uit van een – in beginsel – maximumtermijn van acht jaar, die onder omstandigheden kan worden verlengd. De link met een zittingstermijn zoals geïntroduceerd in het Britse Herzieningsvoorstel kent de Nederlandse Code niet, maar is wellicht het overwegen waard ter nadere invulling van het begrip onafhankelijkheid. Daarmee wordt immers nog een extra stok achter de deur gegeven om de samenstelling van raden van commissarissen steeds opnieuw kritisch te bekijken en tijdig te vernieuwen. Daardoor worden bovendien meer mogelijkheden gecreëerd om raden van commissarissen een meer diverse samenstelling te geven.

6. *Oppositie van aandeelhouders*

6.1 *Significant aantal tegenstemmers*

Ondanks de ruimere mogelijkheden voor aandeelhouders van Engelse vennootschappen om *ex ante* de lakens uit te delen,⁷⁸ is een toename te bespeuren in het aantal

72 Zie Provision 33 van het Herzieningsvoorstel.

73 Vgl. Provision 18 van het Herzieningsvoorstel.

74 Zie Provision 21 van het Herzieningsvoorstel.

75 Provision 15, laatste bullit, van het Herzieningsvoorstel.

76 Vraag 7, pagina 12, van het Consultatievoorstel.

77 Vgl. best practice bepaling 2.2.2 van de Nederlandse Code 2016.

78 Zie voetnoot 20-25 en bijbehorende tekst.

agendaonderwerpen dat *ex post* – ter algemene vergadering – weerstand ontmoet.⁷⁹ In Nederland neemt het aantal geagendeerde voorstellen dat wordt afgekeurd overigens af.⁸⁰ Om het tegengeluid voor Engelse vennootschappen niet verloren te laten gaan, bepaalt Provision 6 van het Herzieningsvoorstel – in aanvulling op meer generiek geformuleerde voorschriften inzake contacten met aandeelhouders⁸¹ – dat wanneer 20 % van de uitgebrachte stemmen tegen is, de vennootschap bij bekendmaking van de uitslag dient aan te kondigen op welke wijze met de tegenstemmers in overleg wordt getreden. Dit zal in de regel een meer algemeen geformuleerde verklaring zijn. Een vervolgerbericht over de stand van zaken van dit proces is vereist binnen zes maanden; dit kan gepubliceerd worden in het publieke register van de Investment Association. In de daaropvolgende algemene vergadering of het jaarverslag dient de board een slotverklaring te geven omtrent de stappen die zijn ondernomen om de bezwaren van de tegenstemmers te adresseren.

6.2 Onderliggende ontwikkelingen

Het Herzieningsvoorstel is duidelijk strenger geformuleerd dan Provision E.2.2 van de UK Governance Code 2016; zowel het percentage als de termijn zijn nieuw. De nu geïntroduceerde drempelwaarde van 20% is ontleend aan guidance opgesteld door de General Counsels van FTSE100-ondernemingen (hierna GC100) en de Investor Working Group. Deze stipte echter ook aan dat de situatie per vennootschap verschilde en dat vennootschappen hun jaarverslag konden aanwenden om een (ander) percentage te communiceren.⁸² Provision E.2.2 was oorspronkelijk – in het kader van het consultatieproces van de UK Governance Code 2014 – opgesteld specifiek met het oog op de continue dialoog omtrent beloningsvraagstukken.⁸³ Beleggers reageerden enthousiast op de maatregel dan beursvennootschappen. Om geen aanleiding te geven tot *a contrario*-redeneringen werd het voorschrift bovendien algemeen geformuleerd.⁸⁴ Voorafgaand aan de introductie van Provision E.2.2 bepaalden de *Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations* (Regulations) reeds dat het remuneratieverslag diende te verklaren of op de meest recente algemene vergadering een significant aantal aandeelhouders tegen het remuneratievoorstel had gestemd.⁸⁵ Een en ander hield verband met de uit de Regulations voortvloeiende verplichting dat

de vennootschap het beloningsbeleid éénmaal per drie jaar aan een bindende stem van de algemene vergadering onderwerpt; het jaarlijkse beloningsrapport was in beginsel onderworpen aan een adviserende stem. Wanneer echter de meerderheid van de aandeelhouders tegen had gestemd, dan werd de stemming over het beloningsrapport in het jaar erop bindend.

Voorafgaand aan de onderhavige consultatieprocedure overwoog het BEIS Department een breed palet aan maatregelen.⁸⁶ Gesteld werd dat een wanverhouding was ontstaan tussen beloningen van de board enerzijds en bedrijfsresultaten en werknemersbeloningen anderzijds. Een van de voorstellen was dat een bindende stemming over het beloningsrapport ter eerstvolgende algemene vergadering verplicht zou worden op het moment dat 20% van de aandeelhouders tegen zou stemmen. Het uiteindelijke voorstel luidt dat wanneer 20% van de uitgebrachte stemmen (niet het aandelenkapitaal) tegen luidt, de vennootschap met de tegenstemmers in conclaaf dient te gaan. Het Herzieningsvoorstel is daarmee wel gebaseerd op de (statische) veronderstelling dat ontevreden aandeelhouders bij de vennootschap betrokken zullen blijven. De afwezigheid van het *exit*-perspectief⁸⁷ is niet zonder belang. Uit empirisch onderzoek komt immers naar voren dat de houdtermijn steeds verder afneemt.⁸⁸ Bovendien komt in het Herzieningsvoorstel aan de vennootschap niet langer een discretionaire bevoegdheid toe, hetgeen in de guidance van de GC100 en de Investor Working Group nog wel het geval was.⁸⁹ Men kan overigens betogen dat de board eveneens verplicht is om in overleg te treden met ontevreden aandeelhouders – daaronder vanzelfsprekend ook passieve – bij minderheden kleiner dan 20%, gelet op het streven van de UK Governance Code een *check-the-box* mentaliteit te voorkomen. Aldus wordt de tirannie van de meerderheid ingeruild voor de tirannie van de minderheid en dreigt de algemene vergadering van Britse vennootschappen te verworden tot Poolse landdag. Anderzijds kan de regeling, opgenomen in Provision 6, met een beroep op het *comply or explain*-beginsel geheel buiten werking worden gesteld, hetgeen de onderlinge verstandhouding waarschijnlijk eveneens weinig goed zou doen.

79 Zie p. 8-9 van het Consultatiedocument, nr. 35-38, alwaar in 2017 ten opzichte van 2016 een toename van 79% (120 versus 67) wordt genoteerd wat betreft het aantal agendaonderwerpen dat ter algemene vergadering meer dan 20% aan tegenstemmen heeft ontvangen.

80 Zie R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2017', *Ondernemingsrecht* 2017/126. Maar dergelijke signalen hoeven niet strijdig te zijn, wanneer een beladen voorstel van de agenda wordt geschrapt.

81 Zie bijv. Provision 5 en Herzieningsvoorstel guidance, nr. 22-25.

82 Vgl. *GC100 and Investor Group Directors' Remuneration Reporting Guidance* 2016, p. 23-24, beschikbaar via <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/>.

83 Zie het *Directors' Remuneration Consultation Document* (oktober 2013), p. 6-7 op www.frc.org.uk/.

84 Vgl. het Consultatiedocument UK Governance Code 2014, p. 6-7, beschikbaar via www.frc.org.uk/.

85 Zie Part 3, § 23 sub c.

86 Zie (wederom specifiek inzake remuneratie) de BEIS Department Green Paper, p. 16-25 en p. 8-10 van het antwoord daarop.

87 Waarover bijv. A.O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty, Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge, Harvard University Press, 1970).

88 Zie P. Bolton & F. Samama, 'Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors', 25 *Journal of Applied Corporate Finance* 2013, 25, p. 38-49; vgl. in een Nederlandse context bijv. F. de Roon & A. Slager, *The Duration and Turnover of Dutch Equity Ownership, A Case Study of Dutch Institutional Investors* (2012), beschikbaar via www.eumedion.nl/; C.F. van der Elst, A. de Jong & M.J.G.C. Raaijmakers, *Een overzicht van juridische en economische dimensies van de 'kwetsbaarheid' van Nederlandse beursvennootschappen* (SER Rapport 2007), alwaar een jaarlijkse *turnover rate* van meer dan 100 % aan de orde is.

89 Vgl. *GC100 and Investor Group Directors' Remuneration Reporting Guidance* 2016, p. 23-24, beschikbaar via <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/>.

6.3 *Implicaties voor de Nederlandse situatie*

De Nederlandse Code is in 2016 weliswaar gereviseerd, maar in de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouder (zie Hoofdstuk 4) bleven grote veranderingen uit.⁹⁰ Dat hing onder meer samen met de herziening van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten,⁹¹ waar op dat moment de laatste hand aan werd gelegd. Hoewel het ook naar Nederlands vennootschapsrecht verstandig lijkt dat het bestuur en/of de RvC bij ontevreden aandeelhouders te rade gaan, zeker wanneer zij een substantieel deel van het stemrecht vertegenwoordigen – vgl. *Akzo*⁹² – lijkt de benadering van het Herzieningsvoorstel daarvoor weinig passend. Naast de in § 6.2 genoemde bezwaren geldt dat Provision 6, dat in feite bepaalt dat de board bij de aandeelhouders op het matje dient te komen wanneer laatstgenoemden ontevreden zijn, in zekere zin het spiegelbeeld vormt van de in Nederlandse Code opgenomen responstijd⁹³ en de in het regeerakkoord aangekondigde bedenktijd,⁹⁴ waarmee het bestuur en de RvC aandeelhouders op afstand kunnen plaatsen, en beli-

chaamt zo het investeerdersvriendelijke Engelse ondernemingsrecht.⁹⁵

7. Herziening van de Stewardshipcode

7.1 *Totstandkoming en positie Stewardshipcode*

De UK Stewardship Code beoogt de kwaliteit van het contact tussen investeerders en ondernemingen te verhogen en door een zinvolle dialoog te stimuleren bij te dragen aan langetermijnwaardecreatie. Doel is niet de aandeelhouder op de stoel van de board plaats te laten nemen, maar wel om effectief toezicht te verzekeren. De *stewardshipgedachte* vormt een van de bouwstenen van het Engelse ondernemingsrecht. De UK Stewardship Code werd formeel ingevoerd naar aanleiding van de Walker Report (juli 2009).⁹⁶ Daarin werd geconcludeerd dat institutionele beleggers zich te weinig betrokken hadden opgesteld ten opzichte van de besturen van de financiële instellingen waarin zij belegden. Een Code opgesteld door de Institutional Shareholders Committee vormde vervolgens de basis voor de UK Stewardship Code van 2010, welke voor het laatst in september 2012 is herzien.⁹⁷ In de Stewardship Code 2012 wordt een onderscheid gemaakt tussen drie soorten deelnemers: vermogensbeheerders, vermogensbezitters en dienstverleners (daaronder bijvoorbeeld proxy-adviseurs). Zij dienen allen een openbare verklaring op te stellen over de mate van betrokkenheid bij de *stewardshipgedachte*.⁹⁸ Het opstellen van deze verklaring is in beginsel vrijwillig, behalve voor vermogensbeheerders.⁹⁹ De UK Stewardship Code is evenals de UK Governance Code gebaseerd op de *comply or explain-gedachte*, maar legt meer nadruk op transparantie dan het daadwerkelijk reguleren van de rollen van verschillende partijen,¹⁰⁰ is weinig gedetailleerd en mist een sanctiemechanisme zoals de Listing Rules die wel kennen (*delisting*). Aldus is sprake van een zekere asymmetrie in de verplichtingen die voortvloeien uit de UK Stewardship Code en de UK Governance Code.

De FRC signaleert dat er momenteel aanzienlijke verschillen bestaan in de kwaliteit van de opgestelde verklaringen. Een andere complicatie is dat Britse pensioenfondsen en verzekeraars relatief steeds minder aandelen in Britse

90 Zie het Verantwoordingsdocument, p. 24.

91 Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen; zie ook Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft.

92 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261, m.nt. C.D.J. Bulten, AA 2017/9, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (Elliott/Akzo); waar in rechtsoverweging 3.35 werd bepaald dat “het gebleken onbegrip onder de aandeelhouders over de beslissing van AkzoNobel tot afwijzing van de voorstellen van PPG een probleem is dat door AkzoNobel niet genegeerd kan worden. [...] Het ligt op de weg van het bestuur en de raad van commissarissen van AkzoNobel om zich te beraden op de wijze waarop AkzoNobel de verstandhouding met dit deel van haar aandeelhouders kan normaliseren.” Zie over *Akzo* in dit tijdschrift bijv. M. Olaerts, ‘Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?’, *Ondernemingsrecht* 2017/113; J.H.M. Willems, ‘Mogen aandeelhouders strategische onderwerpen agenderen?’, *Ondernemingsrecht* 2017/116; H.J. de Kluiver, ‘Modernisering ondernemingsrecht: waarheen, waarvoor?’, *Ondernemingsrecht* 2017/118, H. Koster, ‘AkzoNobel: enkele afrondende gedachten’, *Ondernemingsrecht* 2018/39 (Koster 2018a); voorts F.G.K. Overkleef, ‘AkzoNobel, PPG en de Ondernemingskamer’, *MvO* 2017, afl. 5-6, p. 135-140; F. Eikelboom, ‘Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel’, *MvO* 2017, afl. 10-11, p. 231-235; F.G.K. Overkleef, ‘Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten’, *MvO* 2017, afl. 10-11, p. 236-240, en F. Eikelboom, Naschrift naar aanleiding van: ‘Reactie: convocatierecht en agenderingsrecht – een rechtspolitieke wens als vader van Eikelbooms gedachten’, *MvO* 2017, afl. 10-11, p. 241-244; H. Koster, ‘Na AkzoNobel: meer bescherming vereist voor beursvennootschappen?’, *Onderneming & Financiering* 2018/1 (Koster 2018b).

93 Bp. Best practice bepalingen 4.1.6 en 4.1.7. Het bekendste geval waarin de responstijd werd ingeroepen betreft wellicht *Cryo Save*; zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 september 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:2836, JOR 2013/272, m.nt. M.W. Josephus Jitta, *Ondernemingsrecht* 2013/117, m.nt. Abma, *Ars Aequi* 2014/3, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers, waarover ook K.H.M. de Roo, ‘De Corporate Governance Code en het drijfzand van de open norm’, *Ars Aequi* 2015/4. Zie over het geval Brack Capital Properties ook Abma 2017.

94 Vgl. p. 34 van het regeerakkoord, beschikbaar via www.kabinet-formatie2017.nl. Minister Wiebes van Economische Zaken en Klimaat heeft op 4 april aangegeven nader advies te vragen aan de Raad van State omtrent de Europeesrechtelijke aspecten van het voorstel. Vgl. *Kamerstukken II* 2017/18, 29986, 97. Voor een kritische beschouwing van de bedenktijd, zie H.M. Vletter-van Dort & T.A. Keijzer, ‘De veilige toekomst van de Nederlandse beursvennootschap’, *Ondernemingsrecht* 2017/73; Koster 2018b.

95 Opgemerkt zij echter dat de board dogmatisch zijn bevoegdheden niet aan de wet ontleent, maar deze gedelegeerd krijgt van de *members*. Zie P.L. Davies & S.E. Worthington, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, London: Sweet & Maxwell 2016, p. 356. Alsdan ligt de benadering zoals voorgestaan in het Herzieningsvoorstel meer voor de hand.

96 Beschikbaar via www.ecgi.org/.

97 Hierover Overkleef 2017, p. 508-509.

98 Zie Principle 1 van de UK Stewardship Code.

99 Zie p. 18 van het Consultatiedocument, nr. 4, alwaar wordt verwezen naar het Conduct of Business Sourcebook van de Financial Conduct Authority.

100 Specifiek kan gewezen worden op de plicht tot het opstellen van een openbare verklaring inzake tegenstrijdige belangen (Principle 2) en wat betreft intensivering van stewardship-activiteiten (Principle 4) alsmede rapportage over stewardship- en stemgedrag (Principle 7). Zie voor concrete aanbevelingen om de UK Stewardship Code 2010 te versterken L. Roach, ‘The UK Stewardship Code’, *Journal of Corporate Law Studies* 2011, 11, p. 463-493.

beursvennootschappen bezitten.¹⁰¹ De in het Consultatiedocument aangekondigde high level questions¹⁰² blijken bij nader inzien dan ook tamelijk fundamentele vragen te betreffen, en wel in twee richtingen: vorm en inhoud. Qua presentatie komt bijvoorbeeld aan de orde of stewardship codes voor verschillende soorten gebruikers (bijv. pensioenfondsen) opgesteld dienen te worden, of dat juist een onderscheid gemaakt dient te worden naar type belegger (bijv. direct of indirect). De verwachtingen omtrent stewardship zouden voorts explicieter gemaakt kunnen worden.¹⁰³ In materieel opzicht worden eveneens belangrijke vragen aan de orde gesteld. Zo zouden elementen uit de UK Governance Code (bijv. inzake diversiteit) analoog op investeerders toegepast kunnen worden in de UK Stewardship Code. Van investeerders zou bovendien verlangd kunnen worden dat zij hun bijdrage aan het daadwerkelijk realiseren van langetermijnwaardecreatie (bijv. in het kader van besluitvorming rondom aandeleninkoopprogramma's, dividenden, duurzaamheid en diversiteit en bij houdstertermijnen) nader concretiseren.¹⁰⁴ Dit streven brengt wel de huidige grenzen van de UK Stewardship Code in beeld.¹⁰⁵ Verder wordt geïnformeerd naar nuttige buitenlands elementen die in de UK Stewardship Code geïncorporeerd kunnen worden, waarbij onder meer wordt verwezen naar de Eumedion best practices.¹⁰⁶ Eén en ander wekt niet de indruk dat momenteel een kraakheldere visie aanwezig is omtrent de toekomst van de UK Stewardship Code. In de Engelse literatuur is ook verschillende malen betoogd dat de UK Stewardship Code, althans in de huidige vorm, weinig effectief is.¹⁰⁷ Afschaffing van het instrument lijkt echter niet voor de hand te liggen.

7.2 Implicaties voor de Nederlandse situatie

Nederland kent geen door de Monitoring Commissie Corporate Governance opgestelde Stewardship Code. In het Voorstel voor herziening van de Nederlandse Code 2016 werd daartoe overigens voorzichtig een balletje opgegooid,¹⁰⁸ echter zonder aantoonbaar resultaat. Wel heeft Eumedion

in 2011 best practices voor betrokken aandeelhouderschap (hierna Eumedion best practices) opgesteld.¹⁰⁹ Momenteel worden de Eumedion best practices herzien; het doel daarvan is om te komen tot een Nederlandse Stewardship Code. Ook in Nederland is reeds enige tijd sprake van een afnemend aandelenbezit van nationale pensioen- en verzekeringsfondsen.¹¹⁰ De Engelse ervaringen leren ons dat een Nederlandse Stewardship Code wellicht nuttig zou kunnen zijn wanneer institutionele beleggers daadwerkelijk verdere (concrete) verplichtingen worden opgelegd om bij te dragen aan langetermijnwaardecreatie.

8. Inspraak werknemers

In Nederland heeft de ondernemingsraad van een structuurvennootschap het recht omeenderde van de leden van de RvC voor te dragen.¹¹¹ In Duitsland kunnen werknemers tot de helft van de leden van de *Aufsichtsrat* voordragen.¹¹² Het vennootschapsrecht van het Verenigd Koninkrijk kent werknemers dergelijke rechten (nog) niet toe. De werknemerspositie dient in dat rechtssysteem primair gezien te worden in het licht van S. 172 van de Companies Act. Dat bepaalt (kort gezegd) dat de board het langetermijnbelang van de aandeelhouders moeten bevorderen, en daarbij andere belangen af dienen te wegen, waaronder die van werknemers.¹¹³ In die zin staat het Engelse *enlightened shareholder value-model*¹¹⁴ dicht bij het Nederlandse model, dat op het bestendige succes van de onderneming is gericht,¹¹⁵ en naast de zuiver op aandeelhouders gerichte benadering zoals gepropageerd door Friedman¹¹⁶ die volgens sommigen geldt in de Verenigde Staten (althans Delaware).¹¹⁷ Wij merken op

101 Het gezamenlijke aandelenbezit van Britse verzekeraars en pensioenfondsen is gezakt van 51,7% in 1993 naar 14,4% in 2010. Zie Davies 2015; zie ook R. Barker & I.H.-Y. Chiu, 'Protecting minority shareholders in blockholder-controlled companies: evaluating the UK's enhanced listing regime in comparison with investor protection regimes in New York and Hong Kong', *Capital Markets Law Journal* 2015, 10, p. 98-132. Deze verschuiving is voor Cheffins dermate fundamenteel dat zij het slagen van de UK Stewardship Code verhindert. Vgl. B.R. Cheffins, 'The Stewardship Code's Achilles' Heel', *Modern Law Review* 2010, 73, p. 1004-1025. Zie voor de uitaangssituatie voetnoot 20-25 hierboven.

102 Zie § 2.2 hierboven.

103 Zie p. 19-20 van het Consultatiedocument, nr. 8-13.

104 Zie p. 21-22 van het Consultatiedocument, nr. 15-23.

105 Vgl. nr. 23 en 26: "We are unable to impose a duty on asset managers. [...] We are unable to address poor performance against expectations, as our remit does not extend to assessing implementation." Zie anders bijv. I.H.-Y. Chiu & D. Katelouzou, 'From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?' (2016), beschikbaar via www.ssrn.com.

106 Zie p. 23 van het Consultatiedocument, nr. 28-29.

107 Vgl. Cheffins 2010 en Roach 2011; zie voorts D. Arsalidou, 'Shareholders and corporate scrutiny: the role of the UK Stewardship Code', *European Company and Financial Law Review* 2012, 9 p. 342-379; A. Reisberg, 'The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere', *Journal of Corporate Law Studies* 2015, 15, p. 217-253.

108 Herzieningsvoorstel voor de Nederlandse Code, p. 4 (beschikbaar via www.mccg.nl).

109 Zie www.eumedion.nl.

110 Vgl. Overkleef 2017, p. 121-138. Kritisch over het nut van stewardshipcodes ook H.M. Vletter-van Dort, 'De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2018/45.

111 Zie art. 2:153 BW en verder (BV) resp. art. 2:263 BW en verder (NV).

112 Vgl. § 7 Mitbestimmungsgesetz. Over het Duitse systeem in EU-verband (leden van de *Aufsichtsrat* worden enkel benoemd door concernwerknemers in Duitsland, die meestal de Duitse nationaliteit bezitten) HvJ EU 18 juli 2017, C-566/15, ECLI:EU:C:2017:562 (*Erzberger*), waarover T.A. Keijzer, O. Oost & M.J. van Ginneken, 'The ECJ Erzberger Case: An Analysis Of German Co-determination And EU Law', *European Company Law* 2017, 14, p. 217-225.

113 Bovendien dient ex S. 414A en 414C een rapport opgesteld worden over de wijze waarop de board invulling heeft gegeven aan S. 172.

114 Zie daarover vanuit Nederlands perspectief A.F. Verdam, 'Het vennootschappelijk belang: méér dan 'enlightened shareholder value'', *Ondernemingsrecht* 2013/118; zie eerder ook L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/2; vgl. vanuit Engelse optiek Davies 2016, p. 501-504.

115 Hoge Raad 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde, AA20140459, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*Cancun*). Zie B.F. Assink, 'Van vennootschappelijk belang (I)', *WPNR* 2016/7111 en B.F. Assink, 'Van vennootschappelijk belang (II, slot)', *WPNR* 2016/7112; vgl. ook W.J.M. van Veen, 'Vennootschapsrechtelijke doorwerking, bestuursautonomie en bestuurstaak bij Joint Ventures na "Cancun"', *Ondernemingsrecht* 2015/88.

116 M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago: Chicago University Press 1962, p. 133, die stelde dat "there is [...] only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits".

117 Aldus bijv. L.E. Strine, 'The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law', 50 *Wake Forest Law Review* 2015, 50, p. 761-793.

dat ook in de VS steeds vaker meer genuanceerde geluiden op dit vlak zijn te beluisteren.¹¹⁸

Er is echter verandering op komst in de (vennootschapsrechtelijke) positie van de werknemer. Bij haar aanstelling als premier van het Verenigd Koninkrijk gaf May aan te streven naar een "country that truly works for everyone".¹¹⁹ Als onderdeel van dat plan zouden vertegenwoordigers van werknemers benoemd moeten worden in de leiding van de vennootschap. Na de presentatie van het oorspronkelijk voornemen volgde daarentegen een terugtrekkende beweging. De plannen voor *verplichte* vertegenwoordiging van werknemers op bestuursniveau werden min of meer opgegeven.¹²⁰ Geïnspireerd door onder andere (het antwoord op) de Green Paper van het BEIS Department en het BEIS Committee Report¹²¹ bepaalt het Herzieningsvoorstel in Provision 3, behorende bij Section 1, nu dat de board een methode dient vast te stellen om de *views of the workforce* (in algemene zin) te verzamelen. Het biedt daartoe drie keuzemogelijkheden. De eerste optie is dat een executive director wordt benoemd door de werknemers; de tweede is dat de werknemers een adviescommissie instellen en de derde luidt dat de werknemers een reeds benoemde non-executive director kunnen aanwijzen om hun belangen te behartigen. Het werknemersbegrip dient overigens breed geïnterpreteerd te worden en omvat ook zelfstandigen die geen formeel arbeidscontract hebben, zoals in de moderne economie steeds vaker aan de orde is. Werknemers in verschillende posities kunnen immers uiteenlopende belangen hebben.¹²² Het Herzieningsvoorstel spreekt, bij afwezigheid van consensus en om flexibiliteit te behouden, geen voorkeur uit voor één van de drie opties. Een combinatie van maatregelen is ook mogelijk. Het lijkt eveneens denkbaar dat, met een beroep op de comply or explain-gedachte, enige vorm van vertegenwoordiging van werknemers achterwege blijft; een dergelijke benadering zal echter politieke weerstand oproepen. Inderdaad wordt de mogelijkheid geboden om te kiezen voor de minder ingrijpende optie van een adviescommissie. Aldus lijkt het erop dat de voorgestelde aanpassingen de positie van de werknemers op subtiële wijze kunnen bevorderen, zonder concreet afbreuk te doen

aan het model van enlightened shareholder value. Opvallend is overigens dat het Herzieningsvoorstel, althans in de huidige formulering, van toepassing lijkt ongeacht het aantal werknemers dat in de onderneming werkzaam is (zodat de verplichting ook ziet op kleine beursvennootschappen) of de locatie waar zij hun werkzaamheden verrichten (binnen of buiten het Verenigd Koninkrijk respectievelijk de Europese Unie).¹²³ In eerdere documenten werd nog wel over deze vraagstukken nagedacht.¹²⁴

9. Conclusie

In deze bijdrage bespraken wij het op 5 december 2017 gepubliceerde voorstel tot wijziging van de UK Governance Code. Het Herzieningsvoorstel is korter en scherper geformuleerd dan de huidige UK Governance Code. Wij zijn ingegaan op de totstandkoming van de oorspronkelijke UK Governance Code en de procedurele en inhoudelijke aspecten van de onderhavige consultatieronde. De toegevoegde waarde daarvan lijkt enigszins beperkt, gelet op het overvloedige onderzoek dat reeds is verricht en de politieke ontwikkelingen daaromtrent. Hoewel wij wat betreft de Nederlandse Code voorstander zouden zijn van een geïnstitutionaliseerd proces van periodieke herziening blijkt uit de Engelse situatie dat een herziene code wel voldoende tijd dient te krijgen om verankerd te raken in de praktijk.

De implicaties van het Herzieningsvoorstel voor de Nederlandse Code zijn wisselend. Inzake het thema van cultuur en gedrag lijken de UK Governance Code en de Nederlandse Code *grosso modo* op hetzelfde spoor te zitten (wat vanzelfsprekend niet betekent dat geen verdere verbeteringen mogelijk zouden zijn). Wat betreft diversiteit gaat de UK Governance Code verder dan de Nederlandse Code, onder meer door concreet in te gaan op thema's zoals geslacht en etniciteit en nadrukkelijk aandacht te vragen voor de lagen onder het statutaire bestuur. De positie van de RemCo in het Herzieningsvoorstel, in het licht van het principe van collectieve verantwoordelijkheid, is onduidelijk. Wel zou overwogen kunnen worden om ook in de Nederlandse Code een regel op te nemen om na een periode van negen jaar een commissaris niet langer als onafhankelijk te beschouwen, om zo een frisse blik van buiten te bevorderen. Het voorstel om bij oppositie van 20% van de ter algemene vergadering uitgebrachte stemmen de vennootschap te verplichten aan te kondigen op welke wijze met de tegenstemmers in overleg wordt getreden lijkt niet goed doordacht en zou overigens ook niet goed aansluiten bij recente ontwikkelingen in het Nederlandse ondernemingsrecht. De herziening van de UK Stewardship Code, welke later in 2018 zal worden uitgevoerd, betreft een fundamenteel proces. De situatie impliceert dat een Stewardship Code, en daarmee ook de te reviseren de Eumedion Stewardship Code, vooral van toegevoegde waarde kan zijn wanneer institutionele

118 Zie vanuit juridisch perspectief L.A. Stout, *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco: Berret-Koehler 2012; vgl. vanuit economische optiek O. Hart & L. Zingales, 'Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value' (2017), beschikbaar via www.ssrn.com; zie in de Nederlandse literatuur K.H.M. de Roo, 'Directors' Fiduciary Duties Beyond the Nation State', *Ars Aequi* 2016/4, p. 263-267.

119 Via <https://press.conservatives.com/> is de toespraak van Theresa May, gehouden op 11 juli 2016, te raadplegen.

120 Zie J. Pickard & G. Parker, 'Theresa May seeks to allay business Brexit fears', *Financial Times* 21 november 2016; vgl. ook p. 40 van de BEIS Department Green Paper, nr. 2.29 ("As the Prime Minister has made clear, we are therefore not proposing to mandate the direct appointment of employees or other interested parties to company boards.").

121 Vgl. p. 34-42 van de BEIS Department Green Paper (en p. 32-34 van het antwoord daarop), die een enigszins politieke sfeer ademen; p. 56-57 van BEIS Committee Report en p. 14 van het antwoord daarop, waar het onderwerp meer vanuit financieel-economisch diversiteitsperspectief wordt gezien.

122 Zie p. 7 en 8 van het Consultatiedocument, nr. 32-33; p. 5-6 van het Herzieningsvoorstel guidance, nr. 26-36.

123 Vgl. voetnoot 112 hierboven voor het Duitse Mitbestimmungsgesetz.

124 Vgl. p. 42 van de BEIS Department Green Paper en p. 32 van het antwoord daarop.

beleggers concrete verplichtingen worden opgelegd om bij te dragen aan waardecreatie op de lange termijn. Tot slot strekt het Herzieningsvoorstel ertoe de positie van werknemers op subtiële wijze te bevorderen, zonder werkelijk een andere koers voor te staan dan het enlightened shareholder value-model voorschrijft. Het op dit vlak enigszins politiek gedreven consultatieproces lijkt het Nederlandse ondernemingsrecht weinig nieuwe inzichten op te leveren.

De FRC is nu aan zet. Zij zal eerst de herziene UK Governance Code 2018 publiceren en vervolgens aan de slag gaan met de UK Stewardship Code. Wij zijn benieuwd hoe de verdere ontwikkelingen hun beslag zullen krijgen.